

Title	エージェンシー・コストと資本構成, 設備投資の関係 (1)
Author(s)	郭, 麗虹
Citation	經濟論叢 (2003), 171(5-6): 45-59
Issue Date	2003-05
URL	http://dx.doi.org/10.14989/45563
Right	
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	publisher

エージェンシー・コストと資本構成， 設備投資の関係（1）

郭 麗 虹

I は じ め に

企業は経営者、株式所有者、債権者、従業員などから構成される組織である。企業とは、相互に関わりをもつこれら各経済主体間に結ばれた「一組の契約関係の集合体（the nexus of a set of contracting relationships）」として理解できる¹⁾。企業を構成する各経済主体は多くの場合、相互に利害が対立する。このため、経済主体間の関係は、一種のエージェンシー関係としてとらえることができる。ここでエージェンシー関係とは、一般的に言えば、依頼人（principal）が代理人（agent）に対し、自分の権限の一部もしくは全部を委託して特定の業務を遂行させ、得られた成果については何らかの取り決めによって両者の間で分配するような契約関係をいう。たとえば、株主と経営者、経営者と従業員、あるいは債権者と経営者の間には、前者を依頼人、後者を代理人とするエージェンシー関係が成立していると見なすことができる。

企業のエージェンシー関係においては、依頼人と代理人の間に深刻な利害の対立、いわゆる利益相反（conflicts of interest）が生じ、結果として生産や投資活動が非効率化する可能性も存在する。こうした企業の関係者間の利害対立をエージェンシー問題と呼び、またエージェンシー問題に起因する何らかの企業の非効率性の発生または企業価値の減少を、エージェンシー・コストと呼んでいる²⁾。

1) 詳しくは、Jensen and Meckling [1976] を参照されたい。

2) 古川 [1999] 163-164ページ。

企業の資金調達に関しても、エージェンシー・コストの発生がみられる可能性がある。ただし、この資金調達に伴うエージェンシー・コストは、資金調達の手段として利用される証券の種類によって、その発生のメカニズムが異なると考えられる。換言すると、エージェンシー・コストの観点からみるならば、株式発行や負債調達といった個々の資金調達手段は、無差別なものではありえないのである³⁾。したがって、以下ではエージェンシー・コスト・アプローチの視点から、日本企業の財務政策と投資政策について考察してみたい。

エージェンシー・コストと日本企業の資本構成の関係についての実証研究は必ずしも多くない。ただし数少ない研究は、エージェンシー・コストと負債比率の関係が負であることを示している。たとえば、花枝・小山・松井・上田 [1989] は、1984年における日本の製造業部門の5業種を対象として、資本構成の決定要因について考察した。その実証結果をみると、負債のエージェンシー・コストの代理変数の一部に、負債比率との間に負の関係を持つものが存在する。また、堀内・広田 [1992] は、資金調達のエージェンシー・コストが資本構成の重要な決定要因であることを明らかにした。とくに、銀行は負債のエージェンシー・コストを低下させることを通じて、企業の資本構成に影響を与えることを実証的に確認した。広田・福田 [1994] は、日本の製造業を対象とした実証分析により、エージェンシー・コストの大きな企業ほど、負債比率を低下させることを明らかにした。

先行研究では、エージェンシー・コストが負債発行のコストとしては比較的重要であり、企業の資本構成に大きな影響を与えるという結果が導かれた。しかし、これらの先行研究は、エージェンシー・コストと投資決定の関係については取上げていない。外部資金調達の際に、企業の内部者と外部の資金供給者との間に発生するエージェンシー・コストは企業の資金調達行動に影響を与え、最終的に企業の投資決定にも影響を及ぼすと考えられる。

本稿では、企業の資本構成の決定に加えて、投資の決定に関しても検討して

3) Barnea et al. [1985], 堀内・広田 [1992] などを参照。

みたい。そこで、最適資本構成の理論に依拠しながら、エージェンシー・コストと企業の資本構成、投資決定との関係について、日本企業のクロスセクション・データを用いて実証分析を行うことにする。すなわち、本稿では先行研究のように、負債調達と株式発行のエージェンシー・コスト、負債比率の関係のみならず、これらのエージェンシー・コストと投資比率の関係についても実証的な考察を行うことにする。

本稿の構成は次のとおりである。第Ⅱ節では、経営者と株式所有者間、また、株式所有者と債権所有者間のエージェンシー関係によって生じるエージェンシー・コストを取上げる。第Ⅲ節においては、企業の資本構成決定に関して、簡単なモデルを使った理論的分析を行う。第Ⅳ節では、第Ⅲ節の理論分析の現実妥当性を、製造業部門に属する日本企業の財務データを用いて実証的に検討する。最後に、本稿の実証結果をまとめ、残された問題と今後の課題について言及する。

Ⅱ エージェンシー・コスト

企業財務において、どのようなエージェンシー問題がみられ、エージェンシー・コストはどのように発生してくるのだろうか。Barnea, Haugen and Senbet [1985] によれば、エージェンシー問題について次のような指摘がなされている。

第1は、自己資本調達時における経営者と外部株主との利害の不一致である。これは、前者の側に、過度に非金銭的利得を追求しようとするインセンティブが存在することから発生する。

第2は、負債調達時における経営者（株主）と債権者の利害の不一致である。これは、負債調達が有限責任制度の下で行われるために、債権者の利益を損なう次の3つの要因が存在することから発生する。

- ① 経営者（株主）は高リスクの投資を行うインセンティブを持つ。
- ② 経営者（株主）は有利な投資を差し控えるインセンティブを持つ。

③ 倒産時の紛争解決のための追加コストは債権者が負担しなければならない。

以上のエージェンシー問題は、資本市場と労働市場が完全に機能する場合には、自動的に解決される性質のものであるが、市場の不完全性ゆえに残されることになる⁴⁾。すなわち、これらのエージェンシー問題はエージェンシー・コストを発生させる。以下、これらの内容について検討しよう。

1 株式発行に伴うエージェンシー・コスト

経営者を固有の目的を持つ、一つの独立した経済主体として理解するならば、その目的にそった行動が、株主にとって必ずしも望ましい結果を生まないのは明らかであろう。そのために、経営者と株主の間でエージェンシー問題が生じる。

他の条件が一定ならば、経営者が経営努力を活発に行うと、企業業績が向上し企業価値の増大が見込まれる。もちろん、このことは株主にとっては望ましい。しかし、業績の向上をもたらすための経営活動水準の引上げそれ自体は、経営者に負の効用をもたらすかもしれない。

経営者にとって最適な活動水準は、活動水準の引上げによってもたらされる企業業績の向上からの限界的な便益と、活動水準の引上げの限界的な費用とが一致する点である。一方、株主は、経営者の活動水準の引上げに伴う費用を一切負担しないから、それ以上は企業業績が上昇しなくなるまで活動水準を引上げることが望ましい。一般に、その水準は、経営者にとっての最適な水準を上回る。

経営者にとっては望ましいが、当該企業の業績を拡大する上では、何らの貢献もないような支出（ここでは「非生産的支出」と呼ぶことにする）について

4) Fama [1980]によれば、労働市場が完全に機能する場合、経営者の利己的動機によるインセンティブは排除できる。すなわち、経営者の行動は労働市場での評価にさらされ、不適切な行動を取り続ける経営者の評価はいずれ下がることになる。そして、金銭的報酬が引下げられたり、場合によっては更迭の可能性もあるため、経営者は企業価値を高める行動をとるよう誘因づけられることになる。

の利害対立も、同様の理論構造をもっている。非生産的支出の増加は経営者に帰属する便益を増やす一方、企業価値の下落をもたらす。この結果、経営者と株主との間に利害の不一致が生じるのである。

以上のように企業の外部者（株主）と内部者（経営者）の間に利害対立が存在することを仮定すると、企業が株式の発行によって資金調達を行う場合には、何らかのエージェンシー・コストが発生する。たとえば、新しく株式を発行すれば、経営者の持株比率が低下するために、経営者は自らの役得消費（perquisite consumption）に資金を費やす一方、収益性の高い投資プロジェクトを見送り、その結果、株主の利益を最大化する投資水準を下回る水準の投資しか行わない可能性が高まる。こうしてもたらされる企業価値の低下が、株式発行のエージェンシー・コストを形成する⁵⁾。

このほか、増資アナウンスメントに伴う逆シグナル（negative signal）効果も指摘される⁶⁾。すなわち、企業の直面する投資機会の収益性があまり高くないとき、当該企業の株式時価は、この内部情報が一般投資家に公開された場合に成立すべき「真の」株価に比べて過大評価されている。そうした状態で株式を発行すれば、経営者は一株あたり多額の資金を調達することができるので有利である。その後、投資プロジェクトが収益をもたらし始める将来の時点においては、投資プロジェクトの収益性の低さを反映して配当額が低水準に留まらざるを得ず、そして株価も低下するであろう。したがって、将来の時点では、発行された株式を取得した一般の投資家から企業の内部者に対して一種の富の移転が発生する。ところで、外部の投資家がこれらの状況を考慮に入れて行動するという意味において合理的であれば、彼らは企業内部者にとっての上記のような誘因の存在を十分に織り込んで行動すると考えられる。つまり、合理的な投資家は、企業が株式を発行するのは、当該企業が収益性の低い投資機会に

5) こうした経営者と株主の利害の不一致による企業価値の低下の問題については、Jensen and Meckling [1976] を参照されたい。

6) 岡崎・堀内 [1992]、古川 [1999] を参照。

直面しており、市場で形成される株価が企業価値を過大に評価したものであると判断する。したがって、市場では企業の株式発行に対しては厳しい発行条件が与えられることになる。このような逆シグナル効果による資金調達コストの上昇も、株式発行に伴うエージェンシー・コストである⁷⁾。

2 負債調達に伴うエージェンシー・コスト

企業が借入れや社債の発行など、負債の発行によって資金調達する場合、金融機関や一般投資家など資金の供給主体（債権者）と、負債発行主体である企業の間にもエージェンシー問題が生じる。ここでは便宜上、経営者と株主は企業の内部者として両者の利害は一致していると仮定する。負債調達に伴うエージェンシー・コストは主として資産代替、過剰投資および企業倒産によって発生する。

1) 資産代替

負債調達によるエージェンシー・コスト発生の第一は、実行するプロジェクトを相対的にリスクの高いものへ変更することである。これは資産代替（asset substitution）の問題と呼ばれる⁸⁾。

一般に、相対的にリスクの高いプロジェクトの選択は、株価を高める傾向がある。したがって、リスクの高いプロジェクトの選択が企業価値を高めない限り、リスクなプロジェクトへの代替は、株主へ富を再分配する機能を持つ。企業価値を高めるようなプロジェクトであったとしても、企業価値の増加以上に株価を増加させるならば、債権者の富は減少するであろう。いずれにしても、経営者には、相対的にリスクの高いプロジェクトを選択し、株主の富を増加させようとする誘因が存在するのである。

相対的にリスクの高いプロジェクトの選択が、株価を高める傾向を持つとい

7) この点はアメリカでは実証されているが、日本では逆シグナル効果は一般的ではないとする見方も多い。

8) 最初にこの問題を提起したのは Jensen and Meckling [1976] である。

う結果は、さまざまなモデルの中で明らかにされてきた⁹⁾。こうした結果がもたらされる基本的な要因は、株主に対する有限責任制にある。有限責任制によって、企業価値が債務を下回ったときでも、株主は出資額の範囲内で責任を負えばよいことが、その原因である。

たとえば、当該企業が T 期後に満期がくる割引債だけを発行しているとしよう。このとき、有限責任制のため、満期の株価 S は、

$$S = \text{Max}(V - B^*, 0) \quad (1)$$

で表される。ここで B^* は社債の額面価値、 V は満期における企業価値である。(1)式から、株式を T 期に企業の資産を B^* で買い取る「権利」、現在の株価をこうした権利に付けられた市場での評価とみなせるであろう。すなわち、株式とは企業価値を対象資産とし、債券の額面価値を行使価格とするコール・オプションにほかならないのである。

一般に、コール・オプションの価値は、その対象資産の価格変化率の分散が大きいほど高くなる特徴を持つ。したがって、企業資産価値の変化率の分散が大きいほど、株式の価値が高くなるといえる。これは、よりリスクの大きいプロジェクトに投資するほうが株式価値の増大につながることを意味する¹⁰⁾。

このように、株主は、相対的リスクの高い投資プロジェクトを選択し、株式の価値だけを増加させようとする動機を持つ。たとえば、企業が、同一の期待価値を持つが、リスクだけが異なる二つの投資機会に直面している場合、株主がよりリスクな投資プロジェクトを選択することは、債権者から株主への富の移転を意味することになる。また、たとえよりリスクな投資機会が低い期待価値をもつとしても、この投資機会の採用が株価を上昇させれば、株主は、

9) たとえば、Jensen and Meckling [1976]。

10) これは次のように理解することができる。投資プロジェクトのリスクが高くなると、企業の資産価値が高くなる可能性も、逆に低くなる可能性も、ともに増加する。企業の資産価値が高くなる場合、株主は、オプションの実行権利を行使することによって、その資産価値の上昇分を全部手に入れることができる。しかし逆に、企業の資産価値が低くなるときには、有限責任しか負わない株主は、そのオプションの実行権利を放棄すればよいので出資資金以上の損失を被らなくてすむ。この場合、資産価値の低下分は、コール・オプションの売り手たる債権者が負担することになる。

高い期待価値を持つより安全な投資プロジェクトを拒否し、リスクな投資プロジェクトを採用することが考えられる。

このような負債利用に伴って生じる株主の危険資産選好動機は、企業の投資行動の最適投資政策からの乖離をもたらす。企業全体の立場から見れば、この最適投資政策からの乖離は、資産代替のモラル・ハザード・コストを生じさせる。これはエージェンシー・コストの一種である。

2) 過少投資

企業が負債を利用しているとき、たとえ企業価値がプラスとなるような投資機会であっても、株主はそれを採用しない可能性がある。これはいわゆる過少投資の問題である¹¹⁾。

Myers [1977] によれば、企業の投資機会も一つのコール・オプションとみなすことができる。オプションの実行価格は、この投資機会を得るための将来の投資所要額である。投資機会の現在価値は、投資機会に固有の価値だけではなく、オプションの実行の可能性にも依存する。負債がある場合、たとえ正の期待収益を持つ投資機会であるとしても、もし収益の大部分ないし全部が債権者に帰属するならば、オプションの権利行使によって株主は何ら恩恵を受けないことになる。この場合、オプションの権利行使は断念されるので、投資機会の価値はゼロとなり、企業価値も低下する。

現時点（0時点）において、ある投資プロジェクトを将来の1時点で実行するというオプションを持つ企業を考える。すなわち、1時点において、世界の状態 x が判明し、それに応じた投資プロジェクトの価値 $V(x)$ が明らかになったうえで、オプションを行使（投資プロジェクトを実行）するか否かを決定するものとし、そのときの行使価格（所要投資額）を I とする。もし投資が行われるなら、所要資金 I の追加調達が行われ、1時点の企業価値は $V(x)$ となる。投資が行われない場合には、 I の追加調達は行われず、投資機会は消滅し企業価値はゼロとなる。

11) 過少投資問題は、Myers [1977] によって指摘された。

まず、こうした将来の投資機会に対して、0時点において企業が自己資本のみを利用している場合を考える。このとき、1時点において投資価値 $V(x)$ が判明し、 $V(x) - I > 0$ 、すなわち $NPV > 0$ となるなら、投資プロジェクトは実行されることになる。

次に、将来の投資機会を抵当として、企業が0時点で社債（割引債タイプ）を発行する。この社債は、満期日が投資価値 $V(x)$ が判明し投資決定が行われる時点（1時点）より後の時点（2時点）となり、額面額（約定返済額）は1時点で、現在の価値が P となるとする。このとき、1時点において、株主の見地から投資が行われるのは、 $V(x) - I > P$ となる場合だけでなる。 $V(x) - I < P$ となるときには、たとえ $V(x) - I > 0$ となるとしても、投資は実行されない。その理由は、たとえこの投資機会が利用されたとしても、債権者の固定優先請求権のために投資収益が全部債権者に帰属するので、株主は投資機会を放棄するからである。

上の負債なしのケースと負債利用のケースの0時点の企業価値をそれぞれ V_U 、 V_L とすると、次のように与えられる。

$$V_U = \int_a^{\infty} q(x) [V(x) - I] dx \quad (2)$$

$$V_L = B + S$$

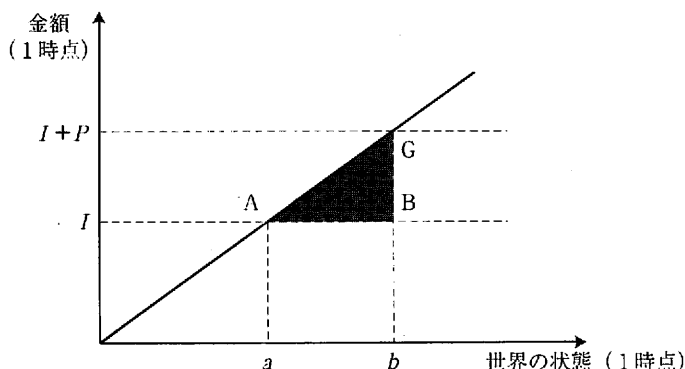
$$\begin{aligned} &= \int_b^{\infty} q(x) P dx + \int_b^{\infty} q(x) [V(x) - I - P] dx \\ &= \int_b^{\infty} q(x) [V(x) - I] dx \end{aligned} \quad (3)$$

$q(x)$ = 状態の価格、すなわち状態 x が生じたときの1時点の1ドルの現在価値

(2)、(3)式より、 $b > a$ である限り $V_U > V_L$ となる。すなわち、負債利用企業では $x < b$ の状態の下では、 $NPV > 0$ となる有利な投資も却下されるため、企業価値は減少する。減少分は

$$V_U - V_L = \int_a^b q(x) [V(x) - I] dx \quad (4)$$

第1図 過少投資問題



出所：赤石 [1990] 60ページ。

であり、第1図の $\triangle ABG$ の面積（影の部分）に $q(x)$ を乗じたものに等しい。

しかし、合理的な債権者はこうした経営者（株主）の有利な投資機会の回避行動と、それに伴う債務不履行の可能性を知っており、社債引き受けにあたっては、それを割引いた価格しか支払わない。それゆえ、上の企業価値の減少分（ $V_U - V_L$ ）は最終的には株主が負担しなければならない。これがまた負債利用に伴うエージェンシー・コストを形成する。

3) 倒産問題

負債利用時の第三のエージェンシー問題は、倒産のケースに発生する。

企業が債務を履行できず倒産に至れば、企業の所有権は債権者に移転し、残余財産は債権者に帰属することになる。こうした移転がコストなしに行われるなら、単なる倒産の可能性は企業の資金調達に影響を及ぼさない。しかし通常は、株主と債権者の間に紛争が生じ、その解決のために、直接、間接の費用が追加的に発生する。たとえば、直接的費用としては、倒産手続きの過程で生ずる諸費用（弁護士や管財人への手数料や報酬など）がある。間接的費用としては、倒産が清算の形を取るときには、企業資産の経済的価値以下での処分による損失が、更生の形態をとるときには、イメージダウンによる売上高の減少、企業間信用の受信の困難化、社内の困難による生産コストの上昇などが考えら

れる。これらの倒産コストは、有限責任制度下ではすべて債権者が負担しなければならない。それゆえ、倒産時に債権者に残される企業価値は、倒産コストだけ減少することになる。

しかしながら、債権者が合理的であるなら、負債の引き受けに際して、そうした倒産コストの期待値を割引いた価格しか支払わない。それゆえ、この倒産コストも結局は株主が負担しなければならないものとなる。倒産問題もコストをもたらすという点ではほかのエージェンシー問題と同じである。

なお、倒産コストは負債調達量の増加とともに増大すると考えられる。

III 基本モデル

本節では、企業の資本構成の決定に関する先行の諸研究に基づいて、理論的枠組みを検討する¹²⁾。また、分析を簡単にするために、ここでは法人税の存在を考慮しない。いま、純現在価値が正である投資プロジェクトを有する企業の経営者（株主）の選択行動について考えてみる。

投資プロジェクトの実施に必要な資金額を I とし、それによる将来時点での収益を X とする。投資プロジェクトにはリスクが伴う、すなわち、現在時点では X は確率変数であると考え、その将来時点での実現値を X_1 で表す。企業の経営者（株主）は、自己の出資と負債の発行（借入れ）によってプロジェクトの実施に必要な資金 I を調達するとしよう。したがって、自己出資額を K 、負債による調達額を D とすると、

$$I = K + D \quad (5)$$

が成り立つ。

負債の返済額に関しては、有限責任制が認められているとしよう。すなわち、企業の株主は、将来時点において X_1 が負債の元利合計 iD (i は、約定利率に 1 を加えた値とする) を上回った場合には、負債の保有者に iD を返済するが、 X_1 が iD を下回った場合には、 X_1 のみを返済することになる。この場合、

12) 詳しくは、Barnett et al. [1985] を参照されたい。

将来時点における企業の株式の価値 S_1 、負債の価値 D_1 は、次のように表される。

$$S_1 = \text{Max}(X_1 - iD, 0) \quad (6)$$

$$D_1 = \text{Min}(iD, X_1) \quad (7)$$

他方、この経済環境には、すべての投資家がアクセスできる代替的な投資機会が存在するものとし、その総収益率を $\rho (>1)$ で表す。簡単化のために、すべての経済主体はリスク中立的であると仮定すると、資産市場の裁定 (arbitrage) が完全に行われている限り、企業の株式の現在価値 S は、 S_1 の期待値を ρ で割引いた値に等しくなるはずである。すなわち、

$$S = \frac{1}{\rho} E[\text{Max}(X - iD, 0)] \quad (8)$$

である。ただし、 $E(\cdot)$ は、期待値演算子であるとする。また、企業の発行する負債がもたらす総収益率を $r (>1)$ とすると、企業の現在時点の負債による資金の調達額 D は、次式の関係を満たしているはずである。

$$D = \frac{1}{r} E[\text{Min}(iD, X)] \quad (9)$$

企業の株主 (経営者) が受け取る利潤の現在価値 π は、株式の現在価値 S から自己の出資額 K を差引いたものであるから、(5)、(8) および (9) 式を考慮すると、

$$\begin{aligned} \pi &= S - K = \frac{1}{\rho} E[\text{Max}(X - iD, 0)] - (I - D) \\ &= \frac{1}{\rho} E[X - \text{Min}(iD, X)] - I + D \\ &= \frac{1}{\rho} E(X) - I + \frac{\rho - r}{\rho} D \end{aligned} \quad (10)$$

となる。そして、企業の株主 (経営者) は、この π を最大にするように最適な負債による調達額 D^* を決定すると考えられる。

また、Jensen and Meckling [1976] および Myers [1977] によって指摘されているように、企業の資金調達に際しては、エージェンシー・コストが発生す

る可能性がある。負債の発行にこうしたエージェンシー・コストが伴い、その大きさは一般的には負債の発行額と正の関係にあることが知られている¹³⁾。

いま、負債発行のコストを $C(D)$ ($C'(D) > 0$, $C''(D) > 0$ を仮定する) とすると、企業の株主の利潤を表す (10) 式は、次のように書き直される。

$$\pi = \frac{1}{\rho} E(X) - I + \frac{\rho - r}{\rho} D - C(D) \quad (11)$$

それゆえ、この π を最大にするように決定される企業の最適な負債発行量 D^* は、次式を満たすことになる。

$$\frac{\rho - r}{\rho} = C'(D^*) \quad (12)$$

(12) 式から明らかのように、負債発行に伴うコストの大小は企業の負債発行量に何らかの影響を与えることになる。

企業の負債発行のコストは、倒産コスト、負債以外の節税枠の損失コスト、エージェンシー・コストなどであるが、以下ではエージェンシー・コストのみを取上げて、企業の負債比率と投資決定について実証的に分析する。

参 考 文 献

- Auerbach, A. J. [1985] "Real Determinants of Corporate Leverage" in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. by B. Friedman, University Chicago Press, pp. 301-324.
- Barnea, A. & R. A. Haugen & L. W. Senbet [1985] *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Inc.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler [1989] "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, pp. 14-31.
- Bradley, M. & G. A. Jarrell & E. Han Kim [1984] "On the Existence of a Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 857-880.
- Castanias, R. [1983] "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, pp. 1617-1635.

13) 堀内・広田 [1992] を参照のこと。

- Fama, E. F. [1978] "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders," *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 272-284.
- [1980] "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Harris, M. & A. Raviv [1991] "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355.
- Hoshi, T. & A. Kashyap & D. Scharfstein [1990] "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships" in *Asymmetric, Information, Corporate Finance and Investment*, ed. by G. Hubbard, University of Chicago Press, pp. 105-125.
- Jensen, M. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. & W. H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, No. 3, pp. 305-360.
- Long, M. S. & I. B. Malitz [1985] "Investment Patterns and Financial Leverage" in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. by B. Friedman, University Chicago Press, pp. 325-351.
- Myers, S. C. [1977] "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, No. 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf [1984] "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Titman, S. & R. Wessels [1988] "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.
- 赤石雅弘 [1990] 「エージェンシー・コストと最適資本構成」『甲南経営研究』甲南大学経営学会, 第30巻3・4号, 47-74ページ。
- 大庭竜子・堀内昭義 [1990] 「本邦企業のメインバンク関係と設備投資行動の関係について—理論的整理」『金融研究』日本銀行金融研究所, 第9巻4号, 23-50ページ。
- 岡崎竜子・堀内昭義 [1992] 「企業の設備投資とメインバンク関係」『金融研究』日本銀行金融研究所, 第11巻3号, 37-59ページ。
- 荻野拓也 [2000] 「わが国製造業における資本構成決定要因の影響」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第50号, 163-181ページ。

- 倉澤資成 [1989] 「企業金融理論とエージェンシー・アプローチ」(伊藤元重・西村和雄『応用ミクロ経済学』東京大学出版会)。
- 花枝英樹・小山明宏・松井美樹・上田 泰 [1989] 「わが国企業における資本構成の決定要因について」(日本経営財務研究学会編『経営財務と情報』中央経済社)。
- 広田真一・福田充男 [1994] 「自己資本、負債、メインバンク借入」『金融経済研究』金融学会, 第7号, 42-52ページ。
- 古川 顕 [1999] 『テキストブック 現代の金融』東洋経済新報社。
- 堀 彰三 [1986] 『最適資本構成の理論』中央経済社。
- 堀内昭義 [1990] 「金融システムは如何に機能するか」『フィナンシャル・レビュー』大蔵省財政金融研究所, 第16号, 8-47ページ。
- 堀内昭義・広田真一 [1992] 「企業の資本構成とメインバンク」(堀内昭義・吉野直行『現代日本の金融分析』東京大学出版会)。